

2019年06月27日

鲁亿通 (300423.SZ)

深度分析

绑定碧桂园，业绩高增长

投资要点：

◆ **并购昇辉电子，业绩高增长：**鲁亿通成立于2003年主营高低压电气成套设备，2018年公司以20亿元的对价（现金支付5.7亿元，发行股份支付14.3亿元）并购昇辉电子，主要产品电气设备、LED照明和智慧社区等。昇辉电子的客户与公司部分重合，能够与公司原本的电气设备业务产生较好的协同效应。2018年公司实现收入30.3亿元，同比增长10.5倍，实现归母净利润4.5亿元，同比增长15.3倍。

◆ **电气设备绑定碧桂园，现金激励促业绩超预期：**昇辉电子2011年开始进入碧桂园供应商名录，已获得碧桂园2017年-2020年战略合作伙伴认证。目前公司产品在碧桂园项目中的占比较低，未来有望持续提升。此外，并购之初上市公司承诺昇辉电子，如果2017年-2019年实现的净利润分别超1.8亿元、2.16亿元和2.59亿元的业绩承诺，那么超额部分的50%将以现金奖励给届时仍在昇辉电子任职的核心管理层，目前来看2017年、2018年昇辉电子均大幅超额完成业绩承诺。未来公司将受益于产品在碧桂园项目中渗透率的提升，业绩有望持续超预期增长。

◆ **LED照明+智慧社区，带来业绩增量：**2018年LED照明占比总营业收入的19.6%，由于客户结构与电气设备产品有一定的重合，因此可以配合电气设备产品一起销售，同样受益于碧桂园的增长。行业方面，根据前瞻产业研究院数据，2017年我国LED行业产值约6368亿元，同比增长21.4%。随城市化的发展，LED市场需求有望保持在15%以上的增速。智慧社区业务占比营业收入7.6%，它是智慧城市概念之下的社区管理的一种新理念，是新形势下社会管理创新的一种新模式，是潜在的业绩高增长点。

◆ **投资建议：**基于公司电气设备、LED照明和智慧社区业务的发展情况，我们预计公司2019年-2021年归母净利润分别为5.9亿元、7.8亿元、8.5亿元，分别同比增长31%、31%、9.4%。对应每股收益分别为1.18元、1.55元、1.70元，分别对应12倍、9倍、8倍的动态市盈率，维持“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示：**行业政策变化的风险；客户集中度过高的风险；应收账款及应收票据余额较大的风险；商誉减值的风险；存货减值的风险；智慧社区板块业务拓展不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	264.0	3,031.1	4,001.6	4,936.5	6,093.3
同比增长(%)	13.1%	1048.1%	32.0%	23.4%	23.4%
营业利润(百万元)	33.4	516.6	685.3	895.5	978.4
同比增长(%)	28.6%	1447.3%	32.7%	30.7%	9.3%
净利润(百万元)	27.6	450.5	590.1	775.7	848.3
同比增长(%)	11.6%	1530.3%	31.0%	31.4%	9.4%
每股收益(元)	0.06	0.90	1.18	1.55	1.70
PE	248.6	15.2	11.6	8.9	8.1
PB	14.2	2.4	1.9	1.6	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

电力设备 | 二次设备 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2019-06-27)

13.57元

交易数据

总市值(百万元)	6,745.65
流通市值(百万元)	3,320.58
总股本(百万股)	499.31
流通股本(百万股)	245.79
12个月价格区间	12.80/32.84元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.73	-5.84	17.58
绝对收益	-4.52	-13.55	15.35

分析师

肖索
 SAC 执业证书编号：S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

相关报告

鲁亿通：收购嘉楠耘智，布局区块链人工智能 2016-09-01

内容目录

一、并购昇辉电子，电气设备+LED+智慧社区全面发力	4
(一) 公司发展历程及股权结构	4
(二) 并购昇辉电子，2018 年归母净利润同比增长 15 倍	5
二、电气设备业务持续高增长，现金激励促业绩超预期	7
(一) 电气设备绑定碧桂园，持续超业绩承诺	7
(二) 2018 年研发投入高增长，技术实力逐步增强	10
(三) ROE 及毛利率水平行业领先，协同效应即将显现	11
(四) 电气设备行业发展平稳，泛在电力物联网或将带来增量	14
三、LED 照明+智慧社区，带来业绩增量	16
(一) LED 替代白炽灯，行业稳步增长	16
(二) 从 LED 到智慧社区，具备打造全场景能力	17
四、公司业绩测算及合理估值	19
(一) 业绩测算	19
(二) 估值比较	20
(三) 投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图 1：2018 年公司分类营业收入	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：股本结构	5
图 4：公司 2014 年-2019Q1 营收（亿元）及增长率	6
图 5：公司 2014 年-2019Q1 归母净利润（亿元）及增长率	6
图 6：公司 2015 年-2019Q1 盈利能力	6
图 7：公司 2015 年-2019Q1 三费比率	6
图 8：2015 年-2018 年公司分业务毛利率	6
图 9：公司 2016 年-2018 年业务占比	7
图 10：公司 2015 年-2019Q1 应收账款（亿元）及增长率	7
图 11：2018 年公司主要产品	7
图 12：2015 年-2018 年来自于碧桂园收入占公司总收入比例	8
图 13：估算公司在碧桂园项目电气设备需求中的渗透率	8
图 14：碧桂园 2015 年-2018 年营业收入及增速	8
图 15：碧桂园 2013 年-2017 年在建面积（万平米）	8
图 16：碧桂园负债率	9
图 17：碧桂园现金流	9
图 18：2014 年-2018 年昇辉电子收入（亿元）	9
图 19：2014 年-2018 年昇辉电子净利润	9
图 20：昇辉电子业绩承诺完成情况	10
图 21：公司 2016 年-2018 年研发投入及占营业收入比重	10
图 22：公司 2015 年-2018 年授权专利数及增速	10
图 23：公司曾获得的荣誉	11
图 24：公司专利及奖项	11

图 25: 公司核心竞争优势.....	11
图 26: 公司与昇辉电子的协同.....	12
图 27: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司净资产收益率 (ROE)	12
图 28: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司资产负债率.....	12
图 29: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司净利率	12
图 30: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司资产周转率.....	12
图 31: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司毛利率	13
图 32: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司期间费用率	13
图 33: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司流动比率 (倍)	13
图 34: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司速动比率 (倍)	13
图 35: 2014 年-2018 年行业可比公司经营现金流净额 (亿元)	13
图 36: 2014 年-2018 年行业可比公司经营现金流净额/流动负债.....	13
图 37: 公司 2014-2018 年行业可比公司存货周转率 (次)	14
图 38: 公司 2014-2018 年行业可比公司应收账款周转率 (次)	14
图 39: 2012 年-2018 年全社会用电量 (亿度)	14
图 40: 2012 年-2018 年电网基本建设投资完成额.....	14
图 41: 2012 年-2017 年低压电器行业收入规模 (亿元)	15
图 42: 低压电气行业增速与全社会用电量相关度较高.....	15
图 43: 2013 年-2018 年我国居民用电量及增速.....	15
图 44: 2013 年-2018 年我国工业用电量及增速.....	15
图 45: 泛在电力物联网的建设给电网输配电公司带来新机遇	16
图 46: 公司 LED 产品及应用.....	16
图 47: 2015 年-2020 年 LED 行业产值及增速.....	17
图 48: 2015 年-2020 年 LED 下游应用产值及增速	17
图 49: 公司具备打造从家庭到城市的全场景能力	17
图 50: 公司 LED 设计案例 (马来西亚森林城市)	18
图 51: 公司 LED 设计案例 (金海湾园林项目)	18
表 1: 鲁亿通分业务预测 (亿元)	19
表 2: 相关公司 PE 估值一览表.....	20

一、并购昇辉电子，电气设备+LED+智慧社区全面发力

山东鲁亿通智能电气股份有限公司成立于 2003 年，主营产品为高低压电气成套设备，公司于 2015 年 2 月在深圳交易所上市，证券简称为“鲁亿通”，证券代码为“300423”。公司作为国家高新技术企业，为山东地区首批低压设备成套 A 类生产企业，中石油一级物资甲级供应商，电气设备被评为“山东省名牌产品”。

2018 年公司收购昇辉电子，业务扩张至电气成套设备、LED 照明和智慧社区等业务，业绩也实现了跨越式增长。昇辉电子 2010 年成立，是国家高新技术企业，广东省企业技术中心、被广东省科技厅指定为 LED 照明应用工程研究中心，为碧桂园优秀合作单位，南方电网一级物资供应商。

图 1：2018 年公司分类营业收入



资料来源：2018 年年报，华金证券研究所

公司年报披露，2018 年智能电气成套设备业务实现营业收入 22.1 亿元，占主营收入比重 72.9%；LED 照明实现营业收入 5.9 亿元，占主营收入比重 19.6%；智慧社区实现 2.3 亿元营业收入，占主营收入比重 7.6%。智能电气成套设备仍是公司的主要收入来源，在绑定碧桂园大客户的背景下及公司产能进一步扩张的前提下公司该业务有望实现持续高增长。

（一）公司发展历程及股权结构

鲁亿通 2003 年成立，经过 6 年的技术积累之后，于 2010 年开启上市流程。2011 年公司整体变更为股份公司，2015 年 2 月 17 日在深交所创业板成功上市。2018 年公司成功并购了昇辉电子，业绩实现大幅增长。

图 2: 公司发展历程

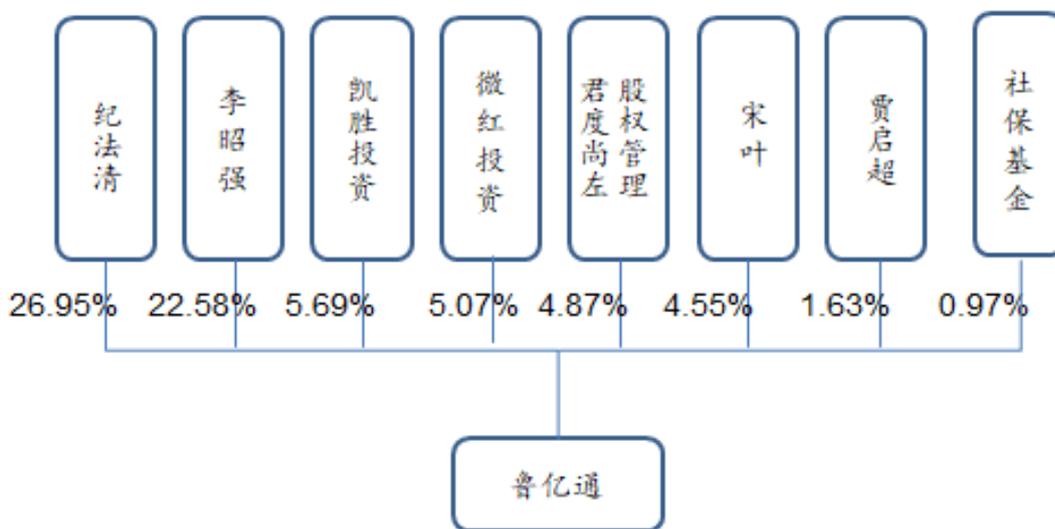


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

公司股权结构

董事长纪法清直接持股 26.95%，为公司控股股东和实际控制人。李昭强为公司第二大股东，持股 22.6%，为昇辉电子收购前控股股东。

图 3: 股本结构



资料来源：2019 年一季报，华金证券研究所

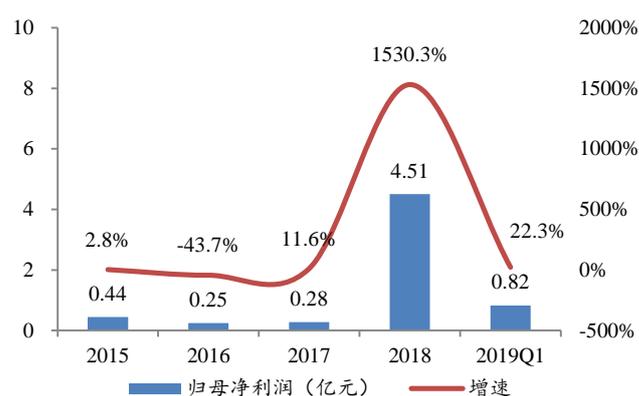
(二) 并购昇辉电子，2018 年归母净利润同比增长 15 倍

图 4：公司 2014 年-2019Q1 营收（亿元）及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司 2014 年-2019Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

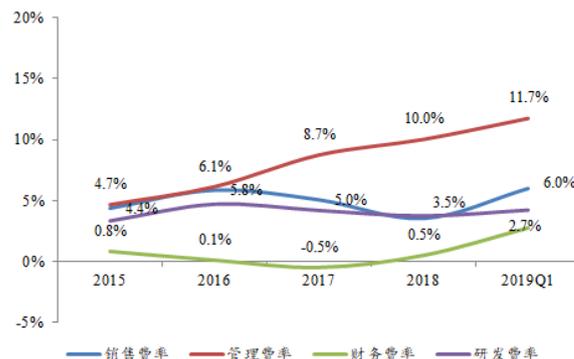
公司年报披露，2018 年公司实现营业收入 30.3 亿元，同比增加 1048%；归母净利润 4.5 亿元，同比增加 1530%。公司营业收入、归母净利润同比大幅增，主要因为收购了昇辉电子，业务规模和业务范围全面扩大。

图 6：公司 2015 年-2019Q1 盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：公司 2015 年-2019Q1 三费比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

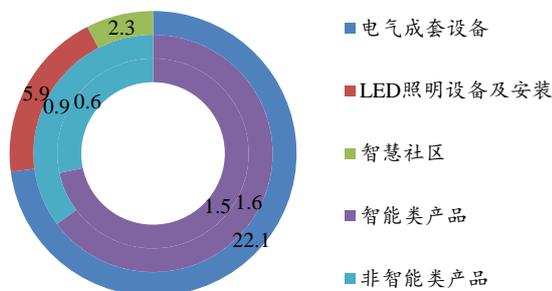
图 8：2015 年-2018 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

应收账款方面，公司业绩大幅提升后，2018 年公司应收账款 14.55 亿元，同比大增 472%，主要因为收购昇辉电子合并报表。由于公司应收账款主要来自碧桂园，且大部分应收款账龄在一年以内，出现坏账概率小。2019Q1 公司应收账款为 11.2 亿元，环比下降 23.4%。

图 9：公司 2016 年-2018 年业务占比



资料来源：Wind，华金证券研究所（由内之外依次为 2016 年至 2018 年）

图 10：公司 2015 年-2019Q1 应收账款（亿元）及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、电气设备业务持续高增长，现金激励促业绩超预期

（一）电气设备绑定碧桂园，持续超业绩承诺

公司电气成套设备主要包括 40.5kV 及以下高低压电气成套设备，成套设备被评为“山东名牌产品”，其中 KYN-40.5 设备被列入“国家火炬计划”。

作价 20 亿并购昇辉电子。2018 年，公司出资 20 亿元收购昇辉电子 100% 股权，其中现金支付 5.7 亿元，发行股份支付 14.3 亿元，发行股份数 4945 万股，作价 28.92 元/股。同时，公司发行 2219 万股股份，作价 23.36 元/股，募集 5.2 亿元配套资金。

图 11：2018 年公司主要产品

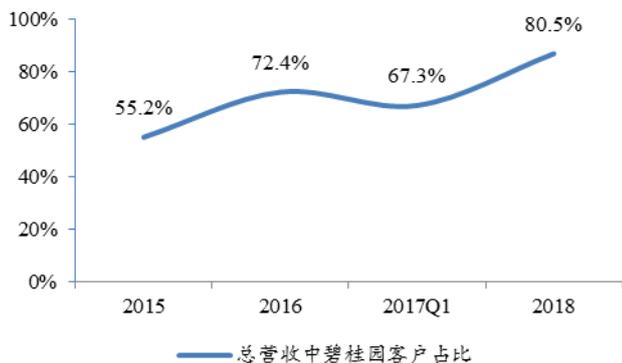


资料来源：Wind，华金证券研究所

昇辉电子与碧桂园相互依存的合作关系。昇辉电子在 2011 年进入碧桂园的供应商名录以来，一直与碧桂园维持着深入、稳定的战略合作关系，昇辉电子对碧桂园的销售规模也逐年增长，已获得碧桂园 2017-2020 年战略合作伙伴认证昇辉电子总营业收入中来自于碧桂园的收入比重逐年提高，从 2015 年的 55.8% 提升至 2018 年的 80.54%（2018 年年报合并口径数据）。

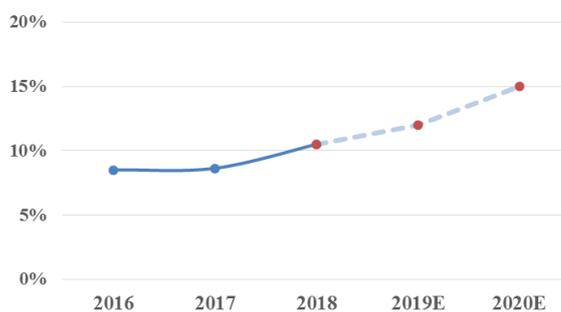
昇辉电子针对碧桂园所开发楼盘项目的不同目标客户群、不同档次和类型的房地产产品，均有对应的产品与之配套，在高低压成套设备供应方面，昇辉电子目前是碧桂园在广东地区最大的设备供应商。昇辉电子还参与了碧桂园对高低压电气成套产品等的采购标准制定，与碧桂园及旗下相关企业形成了相互依存的合作关系。

图 12：2015 年-2018 年来自于碧桂园收入占公司总收入比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：估算公司在碧桂园项目电气设备需求中的渗透率



资料来源：Wind，华金证券研究所测算

碧桂园持续增长，电气设备需求滞后于地产开发。过去十年被称为房地产行业的黄金期，碧桂园房产开发规模快速扩张，营业收入保持高增长。电气设备的需求往往是滞后于地产开发，碧桂园近三年的高速扩张，有望带动其电气设备需求持续增长。

2018 年碧桂园归属公司股东权益的合同销售金额约人民币 5018.8 亿元，实现收入约 3790.8 亿元，同比增长达 67.1%，Wind 一致预期预计 2019 年碧桂园能够实现营业收入 4828 亿元，同比增长 26.7%。截止 2018 年底，碧桂园内地权益土地储备约 2.41 亿平方米，2018 年底累计在建面积约 1.29 亿平方米，同比增长约 8%，丰富的土地储备和在建项目为碧桂园未来的业绩增长提供了有力保障。

图 14：碧桂园 2015 年-2018 年营业收入及增速

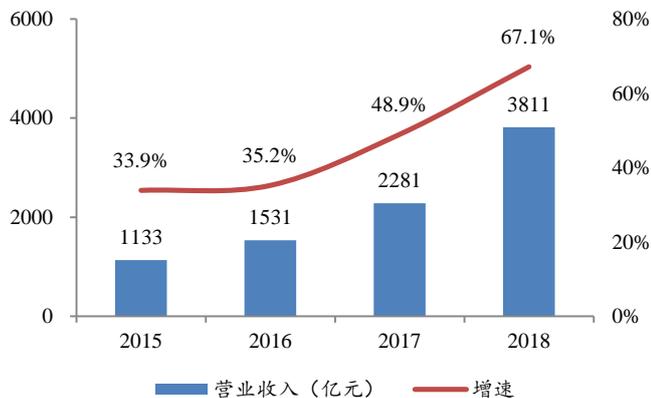
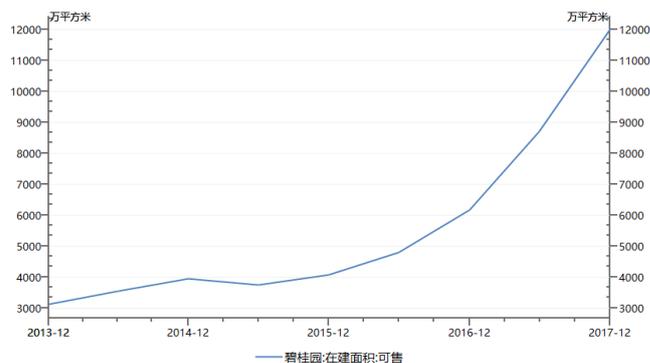


图 15：碧桂园 2013 年-2017 年在建面积（万平方米）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2018 年碧桂园公司资产负债率 89.4%，处于行业较高水平。公司 2018 年经营活动现金流净流入 293.8 亿元，同比增长 22%。公司整体偿债能力较强，票据违约风险较低。

图 16: 碧桂园负债率

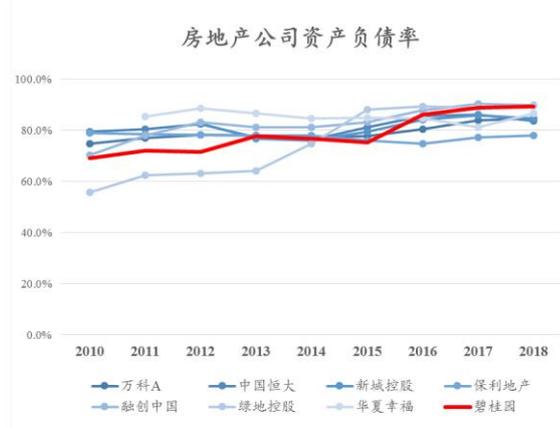
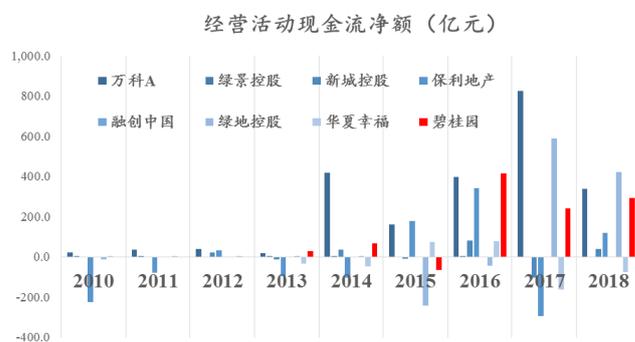


图 17: 碧桂园现金流



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

依赖于碧桂园集团的快速发展，昇辉电子业绩快速增长。2018 年实现营业收入 28.0 亿元，同比增加 103.1%；实现净利润 4.3 亿元（扣非净利润约 6.3 亿元），同比增加 89.9%。

图 18: 2014 年-2018 年昇辉电子收入 (亿元)

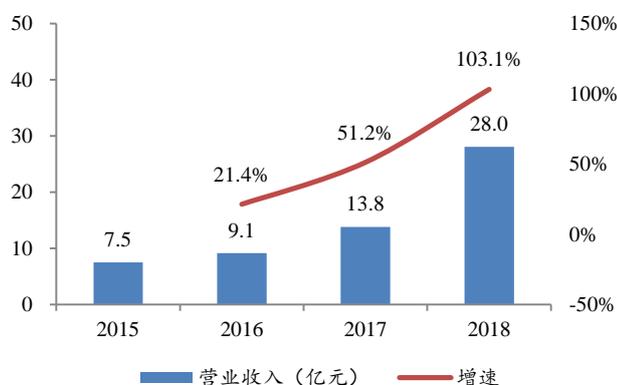
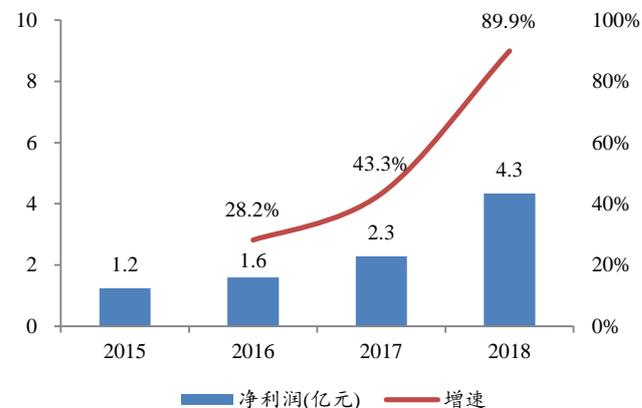


图 19: 2014 年-2018 年昇辉电子净利润

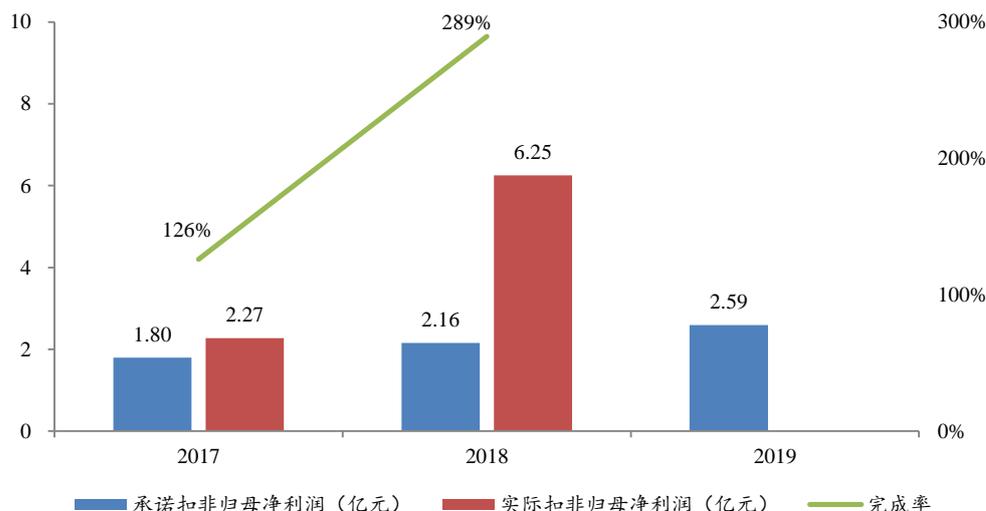


资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

并购报告披露，昇辉电子承诺 2017 年-2019 年度扣非归母净利润分别不低于 1.8 亿元、2.16 亿元和 2.59 亿元。在关于广东昇辉电子业绩承诺完成情况的鉴证报告中披露，2017 年、2018 年昇辉电子实现扣非归母净利润（计提奖金之前）分别为 2.27 亿元、6.25 亿元，分别超出 0.47 亿元、4.09 亿元，完成率分别为 126%和 289%，超预期完成业绩承诺。

图 20: 昇辉电子业绩承诺完成情况



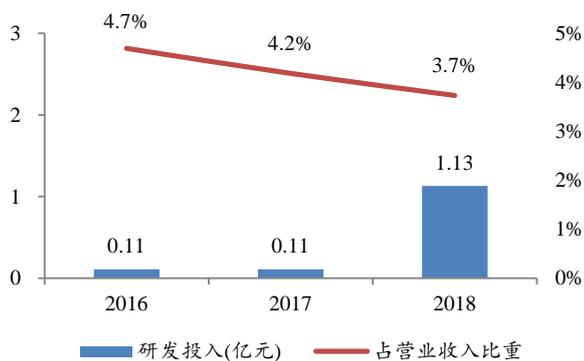
资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017 年 12 月, 并购报告中披露, 公司承诺昇辉电子按照累计实现净利润, 超出累计承诺净利润总和部分金额的 50% 作为奖励对价, 以现金形式奖励给届时仍于标的公司任职的核心管理团队成员。总之, 公司将受益于碧桂园的增长和超额完成业绩承诺的现金激励, 实现业绩高增长。

(二) 2018 年研发投入高增长, 技术实力逐步增强

公司 2018 年研发投入 1.13 亿元, 占营业收入比例 3.7%, 研发投入绝对额高速增长, 研发占营收比重保持在 4% 左右。截止 2018 年底, 公司拥有 210 余人研发团队, 公司及昇辉电子拥有各种专利 131 项, 软件著作权 2 项, 授权专利增速高达 54.1%。

图 21: 公司 2016 年-2018 年研发投入及占营业收入比重



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 公司 2015 年-2018 年授权专利数及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司 KYN-40.5 智能电气成套设备技术研发与产业化被列入“国家火炬计划”。公司 KYN28-12G 高可靠智能电气成套设备关键技术开发与产业化取得烟台市科学技术奖三等奖。

图 23: 公司曾获得的荣誉



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

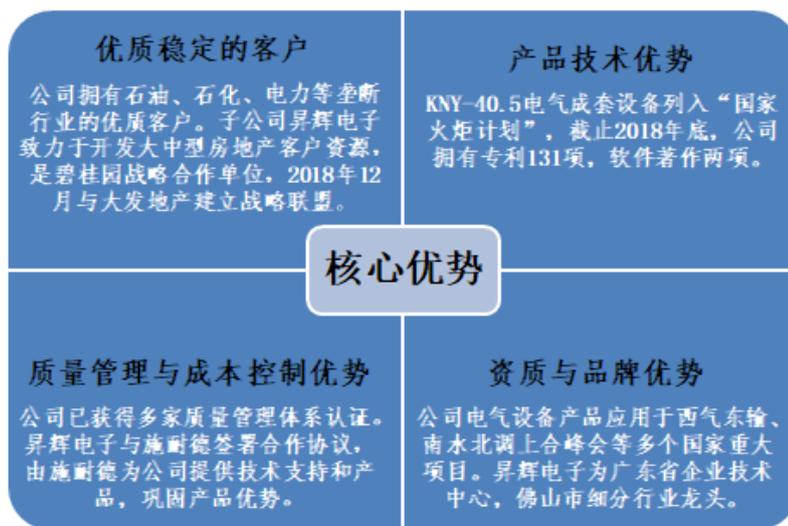
图 24: 公司专利及奖项



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

公司具备核心技术和渠道竞争优势。公司销售渠道上与碧桂园建立长期合作关系, 系碧桂园战略合作单位, 销售收入有保障。公司采购与施耐德等国际著名电气厂商合作, 产品质量、技术可靠性强。子公司昇辉电子与碧桂园长期合作, 产品不管是质量规范还是供货保障, 均能够契合碧桂园的需求, 具有较大优势。

图 25: 公司核心竞争优势



资料来源: 2018 年报, 华金证券研究所

(三) ROE 及毛利率水平行业领先, 协同效应即将显现

公司与昇辉电子在生产技术、销售渠道、产品结构有较强的互补空间。昇辉电子拥有丰富房地产客户资源, 而公司在电气设备领域深耕 16 年, 具有技术优势。此时并购是技术与渠道的结合, 协同效应比较明显。收购后, 公司盈利能力营运能力均得到明显提高。

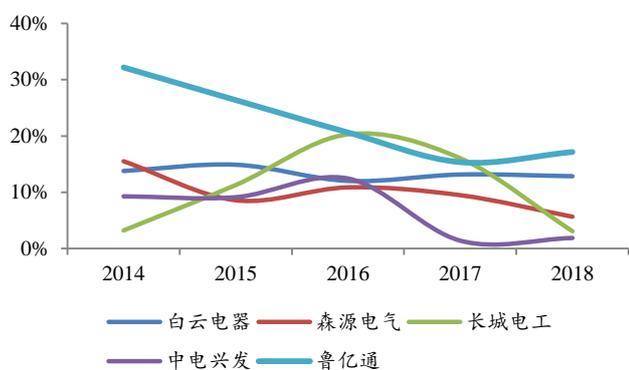
图 26: 公司与昇辉电子的协同



资料来源: 2018 年报, 华金证券研究所

鲁亿通 ROE 处于行业高位水平。2018 年公司 ROE 出现显著升态势, 说明公司与昇辉电子的整合初见成效。从分解项来看, 资产重组后, 公司资产负债率、净利率和资产周转率均得到提升, 其中资产负债率和周转率的上升幅度较大, 是 ROE 上升的主要原因。

图 27: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司净资产收益率 (ROE)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

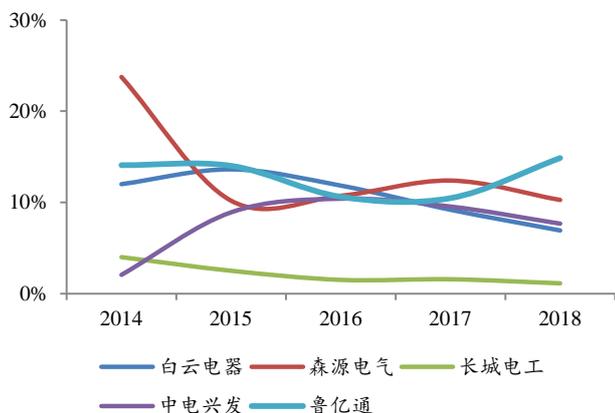
图 28: 公司 2014 年-2018 行业可比公司资产负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

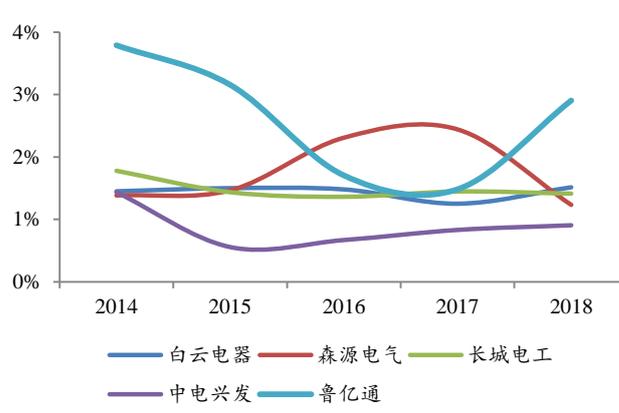
从行业可比公司来看, 行业 ROE 整体上处于下降的趋势, 鲁亿通处于行业中的高位水平。从分解项来看, 公司 2018 年净利率和资产周转率均明显优于可比公司, 高 ROE 主要源于良好的盈利能力和营运能力。公司期间费用率处于行业平均水平, 整体盈利能力较强。

图 29: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司净利率



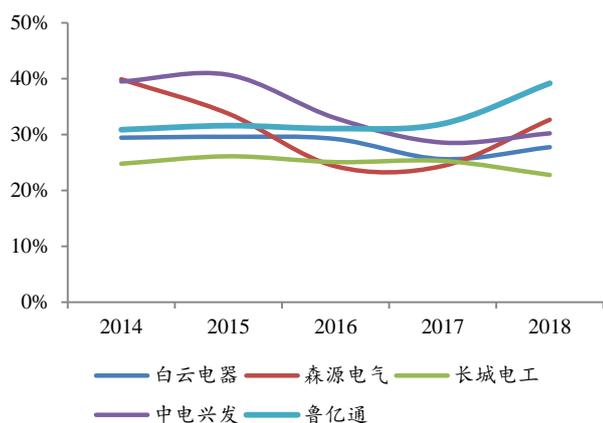
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 30: 公司 2014 年-2018 行业可比公司资产周转率



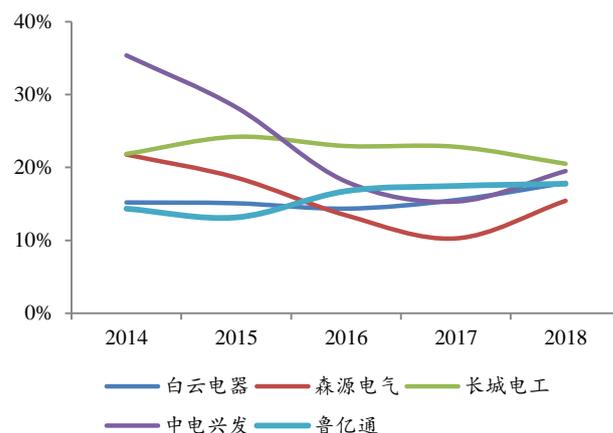
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 31: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

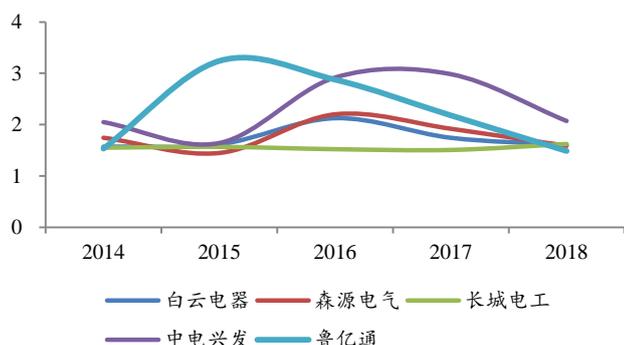
图 32: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

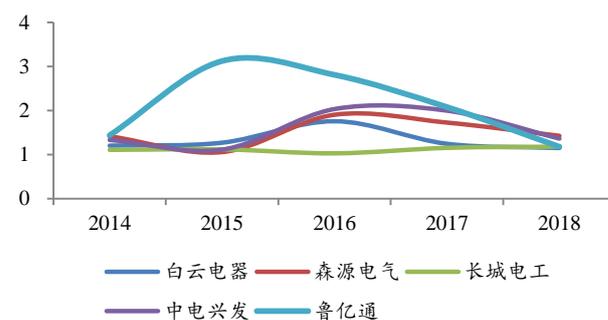
短期偿债能力较弱。公司流动比率和速动比率不高, 但与同行业上市公司基本持平。

图 33: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司流动比率 (倍)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

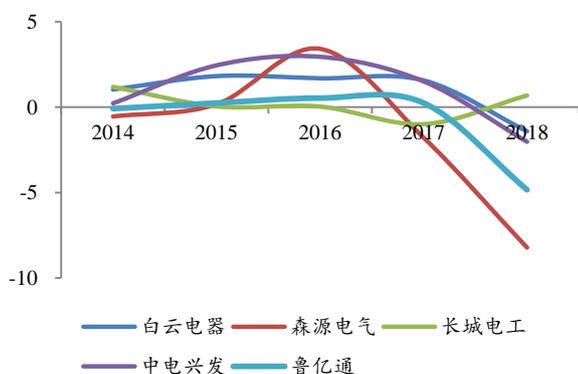
图 34: 公司 2014 年-2018 年行业可比公司速动比率 (倍)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

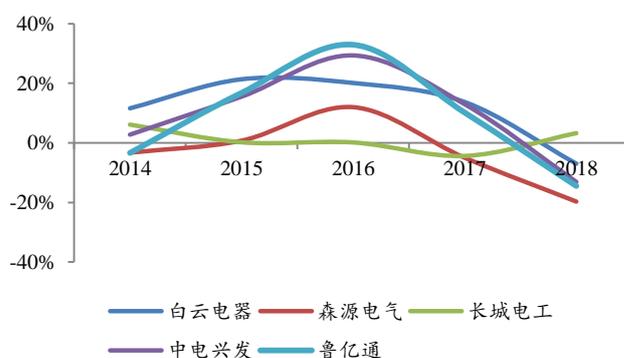
从现金流水平看, 公司现金流量净额为负, 主要因为昇辉电子应收账款增长较多, 并且 2018 年以来付款模式多以商业承兑为主, 资金流入被计入筹资活动。整体来看, 公司资金比较紧张, 融资需求大。

图 35: 2014 年-2018 年行业可比公司经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

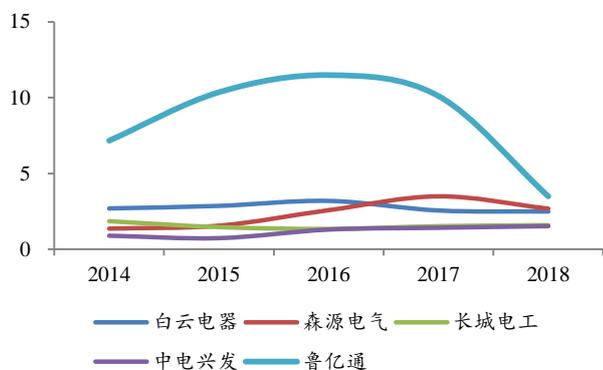
图 36: 2014 年-2018 年行业可比公司经营现金流净额/流动负债



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司并购后，应收账款周转率上升，存货周转率下降，说明公司产品存货增加，但回款能力上升。同行业公司比较来看，公司应收账款周转率和存货周转率均处于行业高位，整体营运能力比较强。

图 37：公司 2014-2018 年行业可比公司存货周转率（次）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 38：公司 2014-2018 年行业可比公司应收账款周转率（次）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）电气设备行业发展平稳，泛在电力物联网或将带来增量

1.1 传统输配电行业稳步发展，社会用电量与中低压电气设备增速相关度高

电气设备行业主要有以下政策支持。①国家能源局 2015 年发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》中，明确提出 2015 年-2020 年我国配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。②2018 年 9 月 3 日，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》指出，要在今明两年核准开工 9 项重点输变电工程，估算投资金额约 1600-1800 亿元。③2018 年 12 月 25 日，国家电网相关负责人表示：“国家电网公司将积极引入保险、大型产业基金以及地方政府所属投资平台等社会资本参股，以合资组建项目公司方式投资运营新建特高压直流工程，共促电网发展，共享改革成果”。

2019 年 5 月，全社会用电量 5665 亿千瓦时，同比增长 2.4%，比 1-4 月增速下降 3.2pct；1-5 月全社会用电量 2.8 万亿千瓦时，同比增长 4.9%。社会用电量增速下降因为今年气温偏低，随着经济的企稳，我们预计社会用电量将保持稳步增长。

图 39：2012 年-2018 年全社会用电量（亿度）



图 40：2012 年-2018 年电网基本建设投资完成额



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

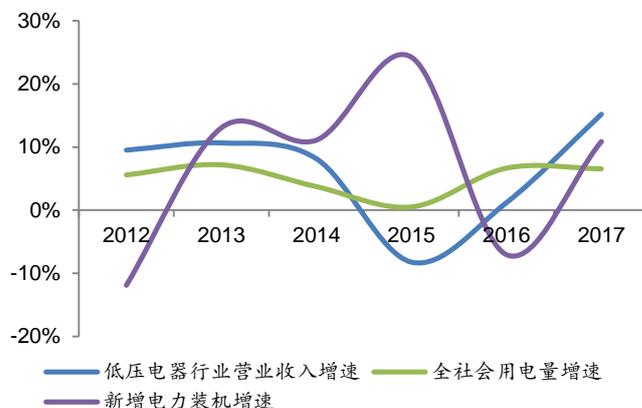
从下图可以看出, 低压电气行业增速与社会用电量增速基本同步。其中, 2018 年居民用电量增速达 11.4%, 高于工业用电量增速。基于我国整体用电量稳定增长的判断, 预计中低压电气设备行业能够实现稳定的增长。

图 41: 2012 年-2017 年低压电器行业收入规模 (亿元)



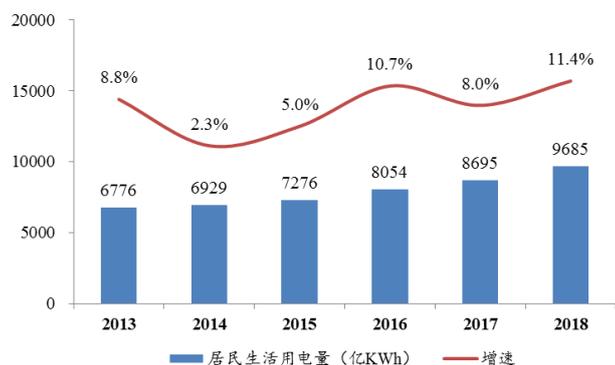
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 42: 低压电气行业增速与全社会用电量相关度较高



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 43: 2013 年-2018 年我国居民用电量及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 44: 2013 年-2018 年我国工业用电量及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2.2. 泛在电力物联网或将给传统电力设备行业带来新机遇

2019 年 3 月 8 日, 国家电网公司董事长寇伟指出, 当前公司最紧迫、最重要的任务就是加快推进泛在电力物联网建设。建设泛在电力物联网, 是推进“三型两网”建设的重要内容和关键环节。国网计划到 2021 年初步建成泛在电力物联网, 到 2024 年全面建成泛在电力物联网。

Wind 数据显示, 电网投资完成额增速有所下行, 但为了托底我国经济, 新一轮全范围的大基建正在拉开序幕。输配电方面, “特高压+泛在电力物联网”等新兴电力产业的投资, 有望超预期增长。特高压去年重启, 规划约 1800 亿元的新增投资, 能够以一定比例放大新增的中高压电气设备的投资规模, 行业或将在 2-3 年后迎来新一轮的投资高峰。

图 45: 泛在电力物联网的建设给电网输配电公司带来新机遇



资料来源: 能源局, 华金证券研究所

三、LED 照明+智慧社区，带来业绩增量

(一) LED 替代白炽灯，行业稳步增长

LED 产业包括芯片、封装、应用等多个行业，公司主要从事下游 LED 的照明应用，主要包括亮化类照明、家居类照明、光源类照明、办公类照明、商业类照明及户外类照明等系列产品。公司 LED 产品广泛应用于住宅小区、写字楼、酒店、商场、学校、城市亮化等多种场景。

公司 LED 收入占比公司总收入约 20%。由于客户结构与电气设备产品有一定的重合，因此可以配合电气设备产品一起销售。在 LED 照明产品和亮化工程方面，昇辉电子针对碧桂园的楼盘特点，在深入了解碧桂园需求的基础上，设计制造了多款符合客户项目理念的照明产品，协助碧桂园在全国范围内打造了多个标志性楼盘的亮化设施，在楼盘销售宣传和提升客户形象方面达到了较好效果。

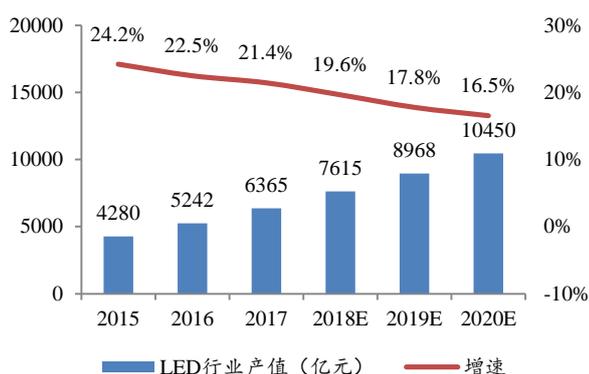
图 46: 公司 LED 产品及应用



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

LED 照明在城市和家庭中运用广泛，随着 LED 照明对白炽灯核气体通电光源的逐步替代，LED 市场规模稳步扩大。根据前瞻产业研究院数据，2017 年中国 LED 行业产值 6368 亿元，同比增长 21.4%；下游应用产值 4451 亿元，同比增加 20.4%。未来城市化的发展和 LED 照明渗透率的提升，LED 市场需求将继续增加。

图 47: 2015 年-2020 年 LED 行业产值及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

图 48: 2015 年-2020 年 LED 下游应用产值及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

(二) 从 LED 到智慧社区, 具备打造全场景能力

在智能家居领域, 昇辉电子与碧桂园深入合作, 基于其自主研发的智慧社区集中管理平台, 联合打造碧桂园“智慧家”智能家居生活品牌, 目前已实现在碧桂园部分高端地产项目、酒店项目中进行批量化安装和运用。

“十三五”期间, 政府提出建设“智慧城市”, 智慧社区和智能家居是智慧城市的细胞单元, 是智慧城市中必不可少的一环, 而家居和户外照明系统是智慧社区和智能家居的重要组成部分。由于国家对节能环保和低碳的重视, 智能照明产品在公共建筑、酒店、住宅上的应用比例逐年提高。

图 49: 公司具备打造从家庭到城市的全场景能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司根据自身在 LED 照明和智慧社区业务的技术积累, 重点研发智慧照明系统, 完成了模组式投光灯、自主感应功能灯、亮化灯光集群控制系统的技术储备, 将 LED 照明应用到智慧社区建设中去, 打造全连接和全场景的智慧设备和平台。

图 50: 公司 LED 设计案例 (马来西亚森林城市)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 51: 公司 LED 设计案例 (金海湾园林项目)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

智慧社区与智能家居

2018 年智慧社区板块收入占比约 7.6%。公司主要从事智能化业务的方案设计、智能化系统集成、综合布线、系统安装调试及验收检测等。

从应用场景上,主要分为智慧社区、智能家居、智慧酒店及智能车库等产品,其中智慧社区、智能家居等针对住宅小区的产品是重点发展方向。智慧社区产品主要根据客户个性化需求,通过方案设计、软件平台开发、集成安装实施、设备调试、后期系统运行维护等主要流程,为城市、社区、酒店、商业楼宇、普通家庭等客户提供智能化解决方案和相关产品。

四、公司业绩测算及合理估值

(一) 业绩测算

假设如下：

1、假设未来三年公司产品在碧桂园的项目中的市占率能够如期提升，公司产能能够如期释放，今年底产值达到45亿元-50亿元左右。假设电气设备行业稳步增长，公司新客户开拓顺利。预计2019年-2021年公司高低压成套设备增速分别为35%、25%、25%。假设公司2019年-2021年以收取碧桂园票据为主，2019年、2020年产品毛利率高于同行分别为39%、39%，2021年恢复到正常收付款，毛利下降至35%。

2、LED照明及安装的客户同样为碧桂园，假设市占率增长和电气设备相同，预计2019年-2021年该业务增速分别为30%、20%、20%，假设2019年-2021年该业务的毛利率分别为39%、39%、36%

3、假设公司智慧社区2019年-2021年增速分别为20%、20%、15%，毛利率维持稳定。

表1：鲁亿通分业务预测（亿元）

报告期	2017	2018H1	2018	2019E	2020E	2021E
高低压成套设备						
收入		8.86	22.08	29.81	37.26	46.58
增速%				35.0%	25.0%	25.0%
毛利率(%)		37.6%	40.1%	39.0%	39.0%	35.0%
LED照明设备及安装						
收入		2.53	5.91	7.68	9.22	11.06
增速%				30.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)		29.0%	39.9%	39.0%	39.0%	36.0%
智慧社区						
收入			2.29	2.75	3.16	3.63
增速%				20.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)			28.2%	28.0%	28.0%	28.0%
合计						
合计(亿元)	2.5	12.7	30.3	40.2	49.6	61.3
增速%	10%	947%	1108%	32.0%	23.4%	23.4%
综合毛利率%	31.1%	34.7%	39.2%	38.2%	38.3%	34.8%
归母净利润(亿元)	0.28	2.07	4.51	5.90	7.76	8.48
yoy		1982%	1530%	31%	31%	9%
EPS	0.25	-	1.55	1.18	1.55	1.70

资料来源：Wind，华金证券研究所

基于分项预测，我们预计公司2019年-2021年归母净利润分别为5.9亿元、7.8亿元、8.5亿元，分别增长31%、31%、9%。

（二）估值比较

选取电气成套设备相关标的思源电气、正泰电器、双杰电气、许继电气、国电南瑞、特变电工、东方电气作为对标公司。

表 2：相关公司 PE 估值一览表

证券代码	证券简称	EPS					PE					收盘价
		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
002028.SZ	思源电气	0.33	0.39	0.47	0.53		30	26	21	19		10.02
601877.SH	正泰电器	1.34	1.68	1.98	2.36	2.77	17	14	12	10	8	23.41
300444.SZ	双杰电气	0.35	0.32	0.31	0.40		21	23	24	18		7.31
000400.SZ	许继电气	0.61	0.20	0.55	0.76	0.85	15	46	17	12	11	9.14
600406.SH	国电南瑞	0.79	0.93	1.02	1.18	1.38	24	20	18	16	13	18.60
600089.SH	特变电工	0.61	0.49	0.61	0.72	0.79	12	15	12	10	9	7.24
600875.SH	东方电气	0.29	0.37	0.46	0.54	0.64	36	29	23	20	17	10.58
	平均值								18	15	12	
300423.SZ	鲁亿通	0.25	1.55	1.18	1.55	1.70	54	9	12	9	8	13.53

资料来源：Wind, 华金证券研究所（6月25日收盘价）

鲁亿通 2019 年动态 PE 估值为 12 倍，低于行业平均水平 18 倍 PE。2020 年-2021 年鲁亿通动态 PE 估值分别为 9 倍和 8 倍，分别低于行业平均水平 15 倍和 12 倍。

（三）投资建议

2018 年公司并购昇辉电子，实现与碧桂园深度绑定，业绩实现大幅增长。未来三年，受益于碧桂园公司业务的扩张，以及公司在碧桂园项目中的渗透率持续提升，公司业绩有望持续高增长。

基于公司电气设备、LED 照明和智慧社区业务的发展情况，我们预计公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 5.9 亿元、7.8 亿元、8.5 亿元，分别同比增长 31%、31%、9.4%。对应每股收益分别为 1.18 元、1.55 元、1.70 元，分别对应 12 倍、9 倍、8 倍的动态市盈率，维持“买入-B”的投资评级。

五、风险提示

1、下游行业政策及客户集中风险。公司主要客户集中在房地产行业，房地产行业的发展状况会对公司的经营业绩产生一定程度的影响。房地产行业是典型的周期性传统行业，较容易受到国家宏观调控的影响，宏观调控趋势一旦趋紧，则房地产行业交易量下滑，投资和新建设楼盘速度将会下降，则会影响公司对下游客户的销售情况。

2、应收账款及应收票据余额较大的风险。截止 2019 年一季度公司累计应收票据和应收账款达 29.04 亿元。如果不能兑现，公司或将大幅计提坏账，公司产品毛利率有大幅下滑的可能。随着业务规模的不断扩大，公司应收账款金额较大且周转率较低，大部分应收账款账龄在一年以内，且主要为应收碧桂园货款。虽然碧桂园信用良好，未曾发生过不能收取货款的情况，但大额应收账款影响公司资金回笼速度，给公司带来一定的资金压力。

3、商誉减值的风险。截止 2019 年一季度公司商誉达 15.23 亿元，主要来自昇辉电子的并购。昇辉电子在 2017 年度至 2019 年度期间的业绩承诺净利润分别不低于 1.8 亿元、2.16 亿元以及 2.59 亿元，2017 年至 2019 年度净利润累积不低于 6.55 亿元。2017 年度及 2018 年度，昇辉电子均超额完成了业绩承诺，但是昇辉电子未来盈利的实现还受宏观经济、市场环境、监管政策等因素影响。业绩承诺期内，如以上因素发生较大变化，则昇辉电子存在业绩承诺无法实现的风险，可能导致上述业绩承诺与未来实际经营情况存在差异。如果未来宏观经济、市场环境、监管政策变化或者其他因素导致其未来经营状况未达预期，则公司存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

4、存货余额较大的风险。截至 2019 年一季度公司存货净额 14.95 亿元，占公司总资产的比例为 21.8%；公司存货占流动资产的比例较高，如公司不能加强存货管理，加快存货周转，存货较高将占用公司流动资金，可能造成存货周转率下降，并影响公司的盈利能力。

5、智慧社区板块业务拓展风险。智慧社区是智慧城市概念之下的社区管理的一种新理念，是新形势下社会管理创新的一种新模式，国内目前还处于探索阶段。在发展过程中，昇辉电子智慧社区业务可能受到市场认知度不够、技术研发未达到预订效果、盈利模式转变不及时，竞争能力不足等一系列问题，昇辉电子面临该业务板块拓展风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索、林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com